

## 《 2020年 12月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	10月	11月	12月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	22,977.13	26,433.62	27,444.17	3.8%	16.0%
	マザーズ指数	1,171.25	1,232.40	1,196.49	-2.9%	33.3%
外国株式	S&P500	3,269.96	3,621.63	3,756.07	3.7%	16.3%
	MSCIEurope	1,504.84	1,758.87	1,840.22	4.6%	3.1%
新興国株式	上海総合指数	3,224.53	3,391.76	3,473.07	2.4%	13.9%
	ムンバイ SENSEX	39,614.07	44,149.72	47,750.33	8.2%	15.7%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	0.87	0.84	0.92	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.04	0.03	0.02	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	104.64	104.27	103.24	-1.0%	-4.9%
	ユーロ	121.87	124.37	126.09	1.4%	3.6%
コモディティ	ICE 原油(先物)	35.79	45.34	48.50	7.0%	-20.6%
	COMEX 金(先物)	1,880.00	1,780.90	1,895.10	6.4%	24.4%
不動産	東証 REIT 指数	1,635.35	1,687.98	1,783.90	5.7%	-16.9%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,310.57	1,347.47	1,380.48	2.4%	6.8%

### ◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

#### [ 12月の金融市場 ]

12月の日本株式市場は前月の大幅上昇を受け高値警戒感が台頭し、日経平均は26,000円台後半の膠着相場が続きました。ただ、権利落ち日の29日に700円以上の大幅高となり、バブル期の1991年4月以来の27,000円台をつけて一年の取引を終えました。世界的にコロナ感染拡大が続いた一方で、欧米でワクチン承認が相次ぎ接種が始まったことに期待が高まりました。日経平均の月間パフォーマンスは+3.8%で11月より上昇ピッチは鈍りましたが、グローバル企業を中心に投資家の旺盛な物色意欲が相場を支えました。TOPIXは+2.8%となりNT倍率はやや拡大しました。マザーズ指数は、IPOの急増で需給が悪化した影響もあり-2.9%の下落となりました。

米国株は、新政権下でも超金融緩和が継続するとの見方とワクチンへの期待から底堅い動きとなり、年末に向けジリ高となりました。ダウの月間騰落率は+3.3%、ナスダックはグロース株人気が続いたことから5.7%の上昇となりました。

為替相場では、米国実質金利の低下を背景にドル安円高の圧力がじりじりと強まりましたが、103円台を維持して変動率は限定的でした。ユーロ円は月初に2円程度のユーロ高で126円台に乗せた後は小動きに終始しました。

米国10年債金利は、先月の0.8%台水準から0.9%台水準へ小幅切り上がる動きが見られました。大阪金先物は、FRBが政策金利を低く維持することを表明して米ドルが値下がりしたことから上昇に転じました。

#### [ 今後の見通し ]

一部地域で緊急事態宣言が再発令され实体经济への悪影響が懸念される中、年末年始の株式市場は極めて堅調に推移しています。日経平均は年末最終週の12/28から年明け第1週までの8営業日で約1,500円上昇し一気に28,000円台まで買い進まれています。

背景には、コロナ感染急拡大で各国中央銀行による膨大な資金供給と超低金利が当面続くという見通しと、技術革新による経済の構造転換が急速に進展するとの観測が膨らんでいることがあります。後者については、特に自動車、AI、5G、DX(デジタル・トランスフォーメーション)の分野で足元の半導体需要が急拡大するなど、関連企業の増収増益期待が強まっています。半導体を始めとするハイテク銘柄を中心に莫大なグローバル資金の投資基準に見合う銘柄は国境を越えて活況です。さらに、大きなテーマとして「脱炭素」関連がクローズアップされてきました。いずれも壮大なビジョンを背景としていることから、バブル論に代表される従来の景気循環論や株価指標に基づく株価予測では見通しを見誤る可能性があると考えています。

12月の米雇用統計で非農業部門雇用者数が8ヶ月ぶりに減少しました。世界的に感染拡大の影響が懸念される

一方で、12月にはコロナワクチンが相次いで緊急承認され接種が始まっていますので、足元の景気指標悪化に対する市場の反応は限定的でしょう。グローバル景気動向に敏感な商品先物のCC指数はコロナ前の水準を大きく上回る水準まで上昇し、世界景気回復を先取りする動きが見られます。株式をはじめグローバル市場でウイズコロナから徐々にポストコロナを見据える動きが継続するでしょう。

昨年日本株式市場はコロナ禍による歴史的急落からその後の急上昇で、大きく揺れ動く1年となりました。日経平均の高値と安値の差は1万円幅を超え、バブル崩壊から急落した1990年の1万8,491円以来の値幅です。「波高きは天底の兆し」との相場格言通り前回はその後の日本株長期低迷の始まりでしたが、昨年の大変動は脱デフレに向けた新しい時代の兆しかもしれません。ただ、今年は金利と株価の関係が正常化すると予想されます。中期波動の観点では、ここからのリスクオンには金利上昇圧力が伴いますので、過熱気味の上昇相場には注意が必要と考えています。グロース銘柄だけでなく景気敏感株などのバリュー株も上昇余地があると見ていますが、ROEなどグローバル投資家の投資基準を満たしていることが重要な視点になるでしょう。2月に向けての日経平均の予想レンジは27,300-29,300円です。

## 見 通 し

### ◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

#### [ 12月のヘッジファンド動向 ]

米調査会社ヘッジファンドリサーチ社(HFR社)が算出する12月のヘッジファンド・インデックスは、+2.45%と続伸しました。

12月の金融市場は、新型コロナウイルスの感染が拡大する中、各国の金融・財政政策を背景に落ち着いた動きとなりました。株式は、NYダウをはじめS&P500やNASDAQ指数が史上最高値を更新し、日経平均株価も29年ぶりの高値を付けるなど堅調な動きを示しました。また、WTI(原油先物)や金価格、ビットコイン等の上昇も認められることから、金融市場が緩和資金に支えられている様子が窺えました。一方債券価格は全般に上値が重く、米10年債の利回りは1.0%を目前に高止まりする状況が続きました。この様な中、ヘッジファンドは全ての戦略においてプラスとなり、年間でも+6.81%の成績となりました。

### 【株式ロング・ショート】

ロング（買い）側にウエイトをかけるファンドが多い中、堅調に推移した株式市場の恩恵を受けました。さらには、成長期待が大きく評価されるグロース株に代わって割安とされるバリュー株の上昇を受け、年間では+4.6%の成績でした。

### 【イベント・ドリブン】

コロナ禍で企業の再編が継続しています。特に目立ったのはセールスフォースのスラック・テクノロジーズ買収で、その金額は277億ドルと大きく、ヘッジファンドにとっては好案件でした。年間を通して、M&Aやエクイティファイナンスなどのイベントに恵まれ、年間では+8.89%の成績でした。

### 【レラティブ・バリュー】

米国債市場において短期債の代表とされる2年債に価格上昇の動きがあり、裁定機会に恵まれました。コロナ禍で各国金融当局が強力な緩和政策を実施していることで金利上昇のリスクが抑えられ、積極的にポジションを取ることが出来る一年でした。その結果、年間では+8.14%と直近10年で最も高い成績となりました。

### 【マクロ】

中国で良好な経済指標が発表され、ヘッジファンドもアフターコロナを視野に取引を増やしました。緩和資金がもたらすリスク資産の上昇はマクロ戦略に良好な成績をもたらしました。新型コロナウイルスによる経済の混乱で戦略に苦慮した一年でしたが、後半に巻き返し、年間では+4.29%の成績となりました。

### 【CTA】

主要な投資先のWTI（原油先物）や金価格が大きく上昇し恩恵を受けました。年間を通しては、WTIが史上初めてマイナス価格に陥るなど、想定外の出来事に遭遇し、難しい舵取りを強いられました。運用成績も出入りが大きく、最終的に+1.84%の成績でした。

【ヘッジファンドインデックスと主な戦略別の運用成績（月別騰落率）】

	年初来	2020年					
		12月	11月	10月	9月	8月	7月
ヘッジファンド・インデックス	6.81%	2.45%	2.82%	-0.22%	-0.17%	1.54%	1.35%
株式ロング・ショート	4.60%	3.60%	4.59%	-0.54%	0.02%	2.71%	0.82%
イベント・ドリブン	8.89%	2.18%	2.13%	-0.22%	0.37%	1.63%	0.89%
レラティブ・バリュー	8.14%	1.13%	2.29%	0.36%	-0.10%	1.08%	2.03%
マクロ	4.29%	2.97%	1.70%	-0.51%	-1.28%	0.36%	1.78%
CTA	1.84%	3.95%	0.71%	-0.97%	-2.10%	-0.07%	1.89%

データ出所：HFR社

## 我が国を代表する航空株（JAL、ANA）

新年あけましておめでとうございます。今年も投資家の皆様に役立つ情報を発信してまいりますので、どうぞよろしくお願いいたします。

さて、昨年コロナショックにより暴落した株式相場は、各国の財政・金融政策やワクチンによるコロナ収束への期待感から急回復しました。しかし、昨年の大晦日には東京都のコロナ新規感染者数が1,300人を超えるなど、予断を許さない状況が続いています。そのため、日経平均がバブル後最高値を更新する中、航空株や鉄道株などコロナ禍による影響の大きい業種の株価は低迷したままです。そこで今回は、我が国を代表する航空会社であるJAL、ANAの今後の株価について調べてみたいと思います。

2社ともに事業全体に占める旅客輸送の割合が大きく、その需要の回復が不透明であることなどから、2021年3月期は巨額の赤字を計上する見込みです。そのため、JALは2020年11月6日、ANAは2020年11月27日に公募増資を発表しました。以下は2社の業績と発行済株式数をまとめた表になります。

### 【 J A L (9201) 】

	2019年3月	2020年3月	2021年3月（予想）
発行済株式数（株）	349,028,700	337,143,500	428,013,100
当期純利益（百万円）	150,807	53,407	-255,000
1株益（円）	432.1	155.7	-
PER	9.02	12.78	-

### 【 A N A (9202) 】

	2019年3月	2020年3月	2021年3月（予想）
発行済株式数（株）	348,498,361	348,498,361	474,808,361
当期純利益（百万円）	110,777	27,655	-510,000
1株益（円）	331	82.7	-
PER	12.26	31.91	-

（会社四季報より抜粋）

2021年3月期は2社ともに巨額の赤字を計上する見込みですが、コロナショックはこれまでの世界危機とは異なり、人の移動を強制的に制限してきましたので、潜在的な観光需要は蓄積していると考えられます。日本においても、政府が2030年までに訪日外国人の6,000万人を目指す」と表明しているように、アフターコロナの観光需要は今後も顕在であると考えられます。

そこで、以下の仮定に基づき、旅客需輸送が回復した場合の2社の株価を逆算してみます。

- ・コロナ前の2019年3月期の純利益まで回復
- ・追加の公募増資はない
- ・純利益回復時点のPERは過去平均PERを使用

【 J A L (9201) 】

$$1 \text{ 株益 (円)} = 150,807 \text{ } / \text{ } 428,013,100 = 352.3$$

$$\text{平均 PER} = 9.11$$

$$\text{予想株価 (円)} = 352.3 \times 9.11 = 3,209 \text{ 円}$$

$$2020 \text{ 年 } 12 \text{ 月 } 30 \text{ 日時点の株価 (円)} = 1,995 \text{ 円}$$

【 A N A (9202) 】

$$1 \text{ 株益 (円)} = 110,777 \text{ } / \text{ } 474,808,361 = 233.3$$

$$\text{平均 PER} = 12.09$$

$$\text{予想株価 (円)} = 233.3 \times 12.09 = 2,821 \text{ 円}$$

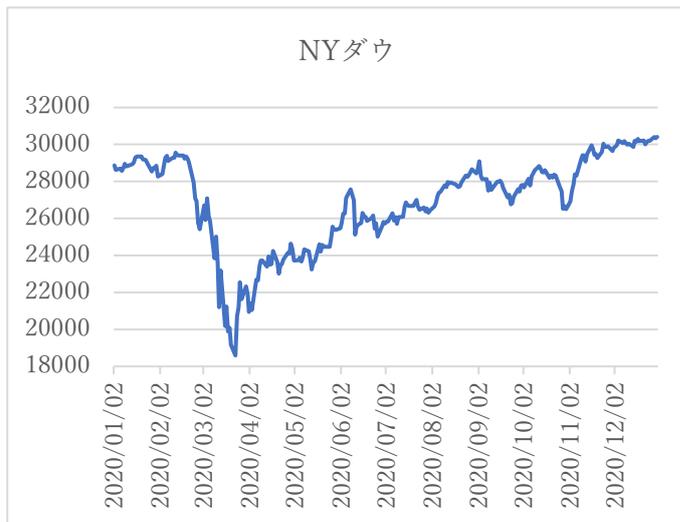
$$2020 \text{ 年 } 12 \text{ 月 } 30 \text{ 日時点の株価 (円)} = 2,277 \text{ 円}$$

予想株価に比べ、昨年末時点の株価は割安という結果になりましたが、この結果はあくまで追加の公募増資がなく、純利益がコロナ前の水準まで回復したという仮定に基づいた結果であることにご留意ください。

英国や南アフリカでコロナウイルスの変異種が新たに発見されており、ワクチンの有効性に懸念が生じています。また、政府肝いりのGoToトラベルは停止され、1月7日には1都3県に緊急事態宣言が出される見込みであることなどから、旅客重要の回復がさらに遅れ、追加の公募増資の必要に迫られるかもしれません。

航空会社2社が今回の公募増資により調達した資金をどのように活用するのか、その実力が改めて問われています。

◆◇ 指標・為替チャート ◇◆



《執筆者》

株式・債券・為替 . . . 西川 雅博

オルタナティブ(ヘッジファンド) . . . 樋爪 功次

そうだったのか! 「知って納得、証券投資」Vol.138 . . . 山本 拓正  
我が国を代表する航空株 (JAL、ANA)

本資料は、情報提供のみを目的として作成したもので、いかなる有価証券等の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、一般的あるいは特定の投資助言を行うものでもありません。本資料は、信頼できると判断した情報源から入手した情報・データ等をもとに作成しておりますが、これらの情報・データ等また本資料の内容の正確性、適時性、完全性等を保証するものではありません。情報が不完全な場合または要約されている場合もあります。本資料に掲載されたデータ・統計等のうち作成者・出所が明記されていないものは、当社により作成されたものです。本資料に掲載された見解や予測は、本資料作成時のものであり予告なしに変更されます。過去の実績は将来の成果を予測あるいは保証するものではありません。

本資料の表・グラフのデータ出所：THOMSON REUTERS 他

## K 光世証券株式会社

金融商品取引業者 近畿財務局長（金商）第14号 加入協会：日本証券業協会

本店 / 〒541-0041 大阪府大阪市中央区北浜2-1-10 TEL：06-6209-0821

東京店 / 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町9-9 TEL：03-3667-7721

